日本ファルコム（3723 東証マザーズ）

発行日：2012/5/2
調査日：2012/4/13
調査方法：企業訪問

マニア向け RPG を主力とするゲームソフトメーカー。PSP 向けゲームの販売及び他のゲームメーカーへの移植ライセンスが主な収益源で、着実に収益を積み上げている。

＞ 要旨

◆ 携帯型家庭用ゲーム機向けソフトの開発・販売事業を営む

・「Ys（イース）」等のシリーズもの RPG ゲームで固定ファンを持つゲームソフトメーカー。1982 年に初作品を発売して以来、PC 向けに開発してきたが、2006 年から携帯型家庭用ゲーム機に主力プラットフォームを転換。

・売上高・人員は小規模だが、シナリオ、キャラクター作成から楽曲まで自社内で制作し、自社ブランドでの販売に拘る。豊富なオリジナルコンテンツの使用権を大手ゲーム会社や出版社等に供与し、他のゲーム機への移植や書籍、アニメ作品出版によるロイヤルティ収入を獲得している。

◆人気シリーズは初期出荷 20 万本突破、スタッフ増員が今後の課題

・前期発売の「英雄伝説 碧（あお）の軌跡」は初期出荷約 20 万本突破、累計販売本数は約 30 万本に手が届く状況。またコンピュータエンタテインメント協会主催のゲーム大賞で優秀賞を獲得する等、メジャータイトルに迫る成果をあげた。

・今期は「軌跡」シリーズの新作を 7 月に発売予定。また 2012 年中にもソニーの PlayStation Vita 向けの新作を発売できるよう開発を進めている。

・同社の課題は、シリーズ作品の拡充、高度化するデバイスへの対応のため、「丁寧な作品づくり」という同社の DNA を失うことなく、開発体制を充実させること。

＞ 投資判断

◆ 中・長期トレンドはファンの底辺拡大で安定成長と予想

・2012/9 期は前期の反動減も懸念されるが、売上高 1,450 百万円（会社予想は 1,300 百万円）、営業利益 430 百万円（同 250 百万円）、当期純利益 250 百万円（同 155 百万円）と予想。前期の新作タイトルがユーザーの高い評価を獲得した結果、次期作品に販売店やユーザーの期待感があり、会社が懸念する程の販売数減退はないと想定。

・13/9 期は、新型ハード競争の一巡で同社の製品販売、他のゲームメーカーへのライセンス供与の双方とも増収に向かうと想定。売上高 15 億円（前期比 3%増）、営業利益 450 百万円（同 4.7%増）と予想する。

◆ 保守的な会社予想でも株価に割安感あり、今後水準訂正ありと判断

・業績変動が激しいゲーム業界の中で、固定的なファンの存在を支えに手堅い経営を進めた結果、財務内容は良好。自社開発・販売のフルラインメーカーでライセンス部門の貢献がある分、収益性も高い。

・会社予想利益ベースの PER13 倍という現在の株価は同業者に比べ割安であろう。担当アナリストの収益予想に基づく中期的な適正株価は 38,100～42,900 円と判断する。

業種：情報・通信業

アナリスト：高坂 茂樹
+81（0）3-6858-3216
kousaka@holistic-r.org

【主要指標】	2012/4/20
株価（円）	20,300
発行済株式数（株）	102,800
時価総額（百万円）	2,087
上場日（年/月/日）	2003/12/2
上場来パフォーマンス(%)	-12.5

	前期実績	今期予想
PER（倍）	6.5	8.3
PBR（倍）	1.1	1.0
配当利回り（%）	3.0	2.5

	σ	β
リスク指標	32.3%	0.81

【主要KPI（業績指標）】
該当なし

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン（%）	-1.5	3.5	6.1
対TOPIX（%）	-3.7	-11.8	8.0

＊用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20120426

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

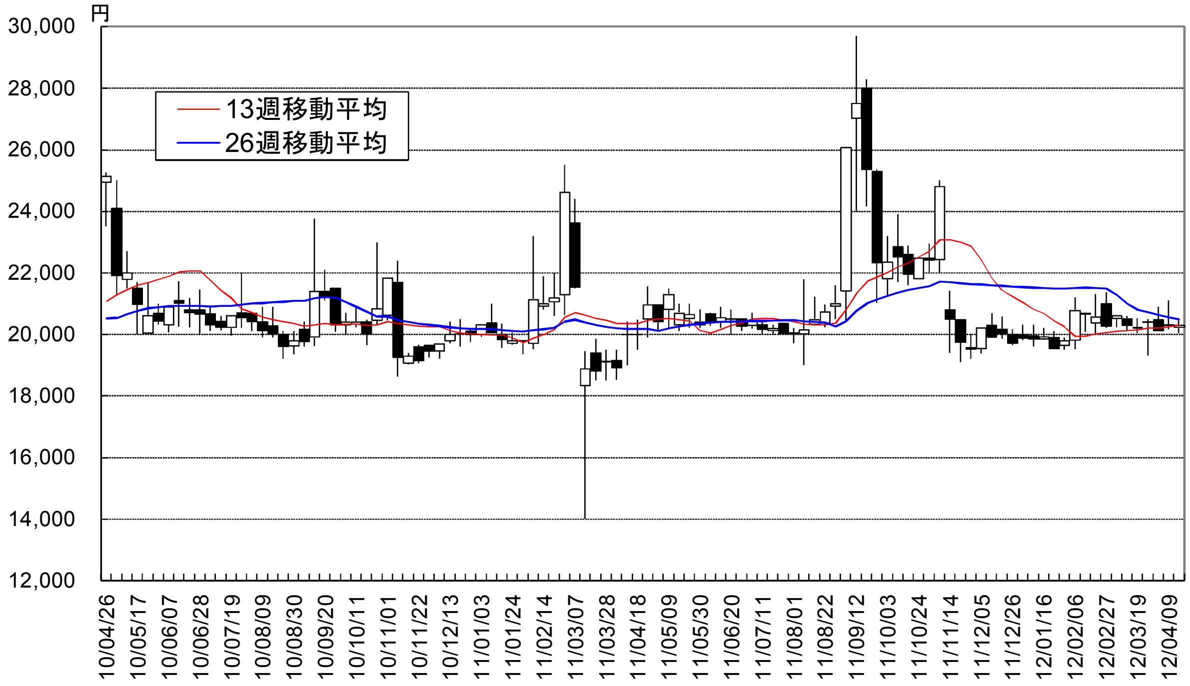
日本ファルコム（3723 東証マザーズ）

収益モデル

決算期 単位:百万円	2010/9期 実績	2011/9期 実績	2012/9 期 会社予想	2012/9期 予想	2013/9期 予想	2014/9期 予想	2015/9期 予想
売上高	1,214	1,563	1,300	1,450	1,500	1,570	1,700
（前期比）	9.7%	28.7%	-16.8%	-7.2%	3.4%	4.7%	8.3%
営業利益	287	533	250	430	450	480	540
（前期比）	329.5%	85.6%	-53.1%	-19.3%	4.7%	6.7%	12.5%
経常利益	289	534	250	430	450	480	540
（前期比）	318.4%	85.2%	-53.1%	-19.5%	4.7%	6.7%	12.5%
当期純利益	159	318	155	250	260	280	310
（前期比）	527.3%	99.7%	-51.4%	-21.4%	4.0%	7.7%	10.7%
期末株主資本	1,659	1,930	N.A.	2,149	2,358	2,586	2,835
発行済株式数（株）	102,800	102,800	102,800	102,800	102,800	102,800	102,800
EPS（円）	1566.06	3123.82	1507.78	2431.91	2529.18	2723.74	3015.56
1株当たり配当（円）	500.00	600.00	300.00	300.00	500.00	500.00	600.00
BPS（円）	16,267.88	18,779.40	-	20,906.23	22,935.41	25,159.14	27,574.71
ROE	10.0%	16.5%	-	12.3%	11.5%	11.3%	11.4%
株価（円）	20,650	22,300	20,300	20,300			
PER（倍）	13.2	7.1	13.5	8.3	8.0	7.5	6.7
配当利回り	2.4%	2.7%	1.5%	1.5%	2.5%	2.5%	3.0%
PBR（倍）	1.27	1.19	-	0.97	0.89	0.81	0.74

（注） 予想におけるPER、配当利回り、PBRは。レポート作成時の株価を用いて算出。

株価パフォーマンス



（注）2004年3月に1→2、2005年8月に1→5の株式分割を実施、チャートはこれを調整済み

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

会社の概要

＞ 事業内容

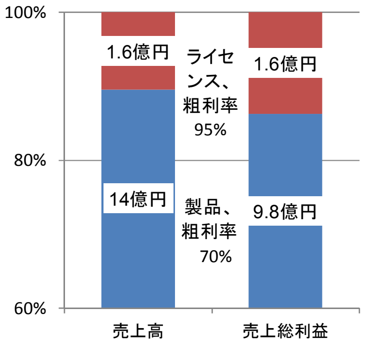
PSP をプラットフォームとして主に RPG（ロールプレイングゲーム）を開発・販売。
コナミ流通を利用しているほか、オンラインショップも自社運営。

◆ コンピュータゲームソフトの開発、販売、ライセンスを手掛ける

日本ファルコム株式会社（以下同社）は、コンピュータゲームソフトの開発、自社ブランドでの販売、及びコンテンツやキャラクターの転用に関するライセンス供与等を手掛けている。同社の設立年は 2001 年だが、1981 年設立の旧・日本ファルコム（現株式会社ファルコム）から現在の事業だけを分離することを目的に新設分割されたためで、実質的な業歴は 30 年に達する老舗ゲームメーカーである。本社所在地は東京都立川市で、2011 年 9 月期末の従業員数は 45 名（平均年齢 32.8 歳・平均勤続年数 9.8 年）。

代表作は、PC 向けゲームソフトでは最多となる販売数 40 万本を記録した 85 年発売の「ザナドゥ」、87 年の第 1 作「Ys（イース）」発売以来、続編や派生作品、復刻版を含め累計販売本数約 400 万本に達する物語性の濃いアクション RPG「イース」シリーズ、04 年の第 1 作「英雄伝説 空の軌跡」発売以来シリーズ 5 作品、累計販売本数約 100 万本に達する RPG「軌跡」シリーズ等である。

＜事業セグメント別収益構成＞



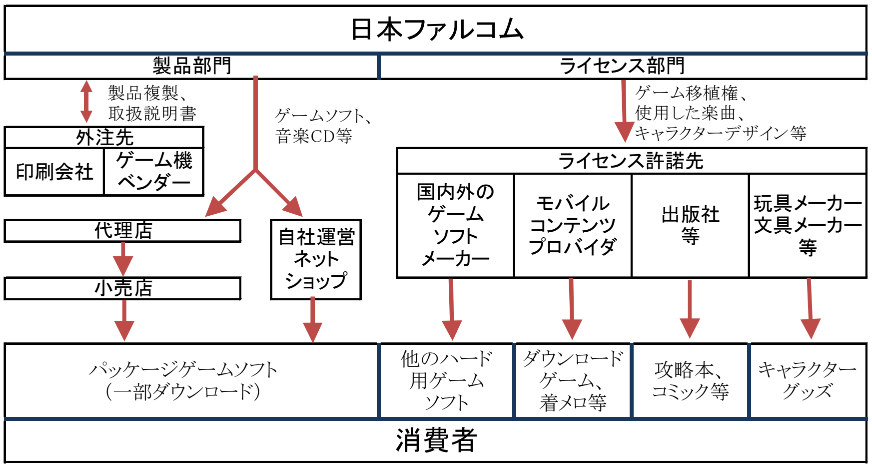
（出所）同社2011/9期決算短信より作成

◆ 製品部門とライツ部門の 2 つの事業で構成

同社の事業は製品とライセンスの 2 部門に分類される（左図参照）。

1）製品部門：同社はかつて PC で遊ぶゲームソフトを開発していたが、2006 年よりソニーコンピュータエンタテインメント（以下 SCE）の PlayStation Portable（以下 PSP）を主力プラットフォームと定め、ゲームを開発・販売している（以下家庭用ゲーム機で遊ぶゲームをコンシューマゲームと略称）。ゲームで使用した BGM 等を基にした音楽 CD の制作・販売も併営。販売は主にコナミデジタルエンターテインメントの流通網を利用。オンラインショップの自社運営も併営。

＜事業の流れ＞



（出所）同社有価証券報告書などに基づき作成。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

2）ライセンス部門：同社の開発したゲームソフトやゲーム内で使用した楽曲等を、以下のような目的で転用することを許諾し、当該売上高の一定比率をロイヤリティとして得ている。イ）各種家庭用ゲーム機向けに移植、ロ）海外向けに現地語化し販売する、ハ）インターネットあるいは携帯電話で利用できるようカスタマイズする、ニ）書籍の出版やキャラクターグッズの販売、アニメーションビデオの制作等。

丁寧な作品づくりがユーザーから高く評価され、固定的なファンを獲得。
フルラインの自社制作体制を取り、オリジナル・キャラクターや音楽等の IP を保有。
他社への権利供与でマルチプラットフォーム展開。

◆ ゲームソフトメーカーとしての特徴

同社は小規模ながら、原案企画からシナリオ執筆、キャラクター作成、ゲーム内音楽の作曲、プログラミング、パッケージデザイン、販売促進策の立案までフルラインの体制で開発・販売業務を営んでいる。外注業務は SCE への UMD(ゲーム内容をプレスした光ディスク)の製造と取扱説明書やパッケージの印刷程度である。同社の事業には以下のような特徴がある。

1）高い制作能力を固定ファンが支持

PC 向けゲーム以来、丁寧なゲームづくりの DNA が引き継がれ、ユーザーから高評価を獲得（下左表）。音楽やドラマの CD も販売。

2）コンテンツ資産の転用によるライセンス料が収益を下支え

開発要員は約 40 名と小規模ゆえに PSP 以外の家庭用ゲーム機への移植や携帯電話用コンテンツへの加工等は IP（キャラクターデザインや楽曲等の知的所有権）供与で展開。ライセンス収入を得る。

3）小規模運営ながら高い経営効率

複数の業務をこなすスタッフによる開発体制、複雑なグラフィクスに過度に依存せず（シナリオや仕組みで差別化し）開発工数を押さえるゲーム企画思想等から、小規模でも高い経営効率を実現（下右表）。

＜外部表彰された日本ファルコムのゲームタイトル＞

発売年	主な受賞作品	主な受賞実績
1985	「ザナドゥ」(PC)	角川書店「'86年ソフト大賞」1位,小学館「ポプコム大賞」グランプリ,アスキー「BHS大賞」等
1987	「イース」(PC)	角川「'87年ソフト大賞」1位, ソフトバンク「ソフトメーカーオブザイヤー」
1988	「イーズⅡ」(PC)	角川「'88年ソフト大賞」1位,アスキー「BHS大賞」,徳間「ゲームソフトベスト50」1位等
〃	「ソーサリアン」(PC)	角川「'88年ソフト大賞」2位,徳間「ゲームソフトベスト50」2位
2003	「イースⅥ」(PC)	PC/ゲーム雑誌等の売上ランキング1位獲得(コナミに全世界でのコンシューマゲーム開発権供与)
2010	「英雄伝説 零の軌跡」(PSP)	PlayStation Award 2010 ユーザーズチョイス賞,CESA「日本ゲーム大賞2011 優秀賞」
2011	「英雄伝説 碧の軌跡」(PSP)	日本ゲーム大賞2011フューチャー部門賞,ファミ通AWARDS2011優秀賞

(注)CESAは日本コンピュータエンターテインメント協会。
(出所) 同社説明会資料

＜従業員数と業績指標＞

銘柄	従業員（人）	売上高（億円）	1人当り売上高（万円）	純利益（百万円）	1人当り純利益（万円）	ROE（%）
日本ファルコム	**45**	16	**3,473**	318	**707**	**16.5**
コーエーテクモホールディングス	1,434	321	2,237	2,741	191	3.9
エイティング	203	22	1,079	94	46	5.8
日本一ソフトウェア	107	22	2,072	230	215	26.7
トーセ	689	57	833	188	27	3.7
スクウェア・エニックス・ホールディングス	3,297	1,253	3,800	-12,043	-365	-
カプコン	2,089	977	4,678	7,750	371	13.8

(出所)各社前期有価証券報告書

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

＞ 沿革・企業理念

PC 向けゲーム市場低迷を受け、2006 年から PSP を主なプラットフォームに選択。これまでライセンス供与による国内外でのオンラインゲーム展開を成長戦略の柱に据えてきたが、成果は出ていない。

◆ PC 向けゲームから PSP 向けゲームメーカーに転換

同社は、2001 年 11 月に、旧・日本ファルコム（現在の商号は株式会社ファルコム）からゲームソフトの企画・制作・開発及び販売業務を分離することを新設分割により設立された。なお、旧・日本ファルコムは 1981 年に、システム開発及び PC ゲームソフトの開発を目的として同社大株主の加藤 正幸氏により設立された。

同社は 2003 年 12 月に東証マザーズに株式を上場したが、この時点では PC 向けゲームソフトに特化していた。当時の経営戦略は、ライセンスビジネスの強化、グローバル展開、成長市場への進出、等で、具体的には以下の 2 点を推進した。

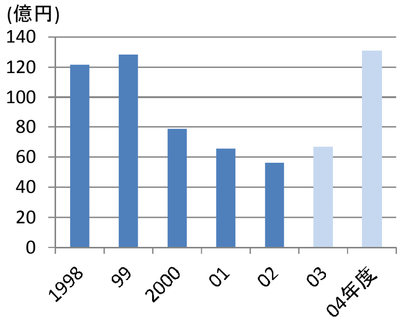
1)ライセンス供与によるアジア及び欧米展開（自社開発ゲームの現地語への翻訳）、海外優良ゲームソフトのライセンス取得・同社ブランドでの販売等を推進。

2)成長期に入ったオンラインゲーム、携帯電話や携帯型家庭用ゲーム機に対応したゲーム市場への進出、中でもオンラインゲームについては韓国・北米で現地ゲーム会社との共同開発（開発資金の拠出及びライセンス供与）等に取り組んだ。

しかし、同社コンテンツのライセンシーとなる大手ゲーム会社がプラットフォーム（ゲーム機）の転換期を迎えて発売タイトル数を絞り込んだこと、海外でのオンラインゲーム事業が収益貢献しなかったこと、等から、期待された利益成長は実現できなかった。

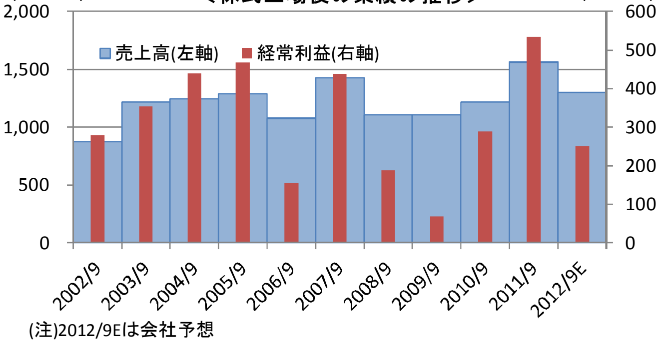
同社は 2006 年から基本プラットフォームを PSP に移行した。1）PC 向けゲーム市場の急速な縮減、2）据置型家庭用ゲーム機の主力が PlayStation（以下 PS）2→PS 3 移行の端境期にあったこと、3) 携帯型ゲーム機ではニンテンドーDS（以下 DS）と PSP が拮抗も、ライトユーザーに遡及した DS に比べ PSP の顧客層と親和性が高かったこと、などが要因。同年 PSP 向けアクションゲーム「ぐるみん」の自社制作、自らの手による PC 版「空の軌跡 FC（ファーストチャプター）」の PSP 移植を行い発売。2009 年には主力シリーズの「Ys SEVEN（イース 7）」を PSP 初出で発売、PSP 向けゲームメーカーになった。

＜PC用ゲームソフト市場＞



(注)03年度からオンラインゲームが加わり連続性がない。
(出所)日本パーソナルコンピュータソフトウェア協会

＜株式上場後の業績の推移＞



(注)2012/9Eは会社予想
(出所)同社有価証券報告書等より作成。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

なお、2011 年 9 月期は同社創業 30 周年に当たり、同社は上場後最高益を達成した。

◆ 「何かを創りたい」人が集まる会社

同社の経営理念は、同社が「クリエイターが、自分の本当に創りたいものを追求できる場所」であること。そのために、堅実な経営を行っており、創業以来赤字転落の経験がなく、無借金である。

＞ 経営陣

◆ 近藤社長はプロデューサー・ディレクターを兼務

同社代表取締役社長の近藤 季洋氏は、1975 年生まれ。同志社大学経済学部を卒業後、旧・日本ファルコムに入社。2005 年に制作企画委員会部長、06 年に取締役、07 年代表取締役社長に就任。

近藤社長は社業全般を見つつ、予算管理等を司るプロデューサー、ゲーム開発の現場を監理するディレクターの務めも果たしている。同社の取締役のうち他の 3 名は、デザインユニット、クリエイティブユニット、コーポレートユニットをそれぞれ担当している。

＞ 株主構成

◆ 分割前の旧・日本ファルコム社長加藤氏が筆頭株主

同社の筆頭株主は、同社が新設分割される前の旧・日本ファルコム社長であった加藤 正幸氏で、個人名義及び間接保有の日本ファルコムホールディングス名義を合わせると発行済株式数の 61.9%を同氏が保有する。

同社株式上場時の目論見書には、同氏は同社株式上場後に同社株式を売却する意向はないと記載されており、現在までその形跡はない。

＜大株主上位 5名＞

日本ファルコムホールディングス	40.5%
加藤 正幸（前身会社社長）	21.4%
石川 三恵子（取締役）	1.4%
草野 孝之 （取締役）	1.4%
重田 康光（光通信会長）	1.1%
上位 5名合計	65.7%

（出所）2011/9期有価証券報告書

＜株主属性＞

個人株主	57.1%
外国法人等	0.2%
金融商品取引業者	1.5%
金融機関	0.7%
その他の法人	40.6%
株主数	4,156 名

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

事業環境

＞ 業界環境・競合他社

国内コンシューマゲーム市場は 3～4 千億円規模で停滞。ハードウェアも世代交代が円滑でない模様。

ゲー人口はライトユーザーとゲームファンに二極化。前者はニンテンドーDS や Wii やソーシャルゲーム等を選択。後者は高精度のグラフィクス描画機能を求めて PlayStation から携帯型の PSP、あるいは PC オンラインゲームに集う。

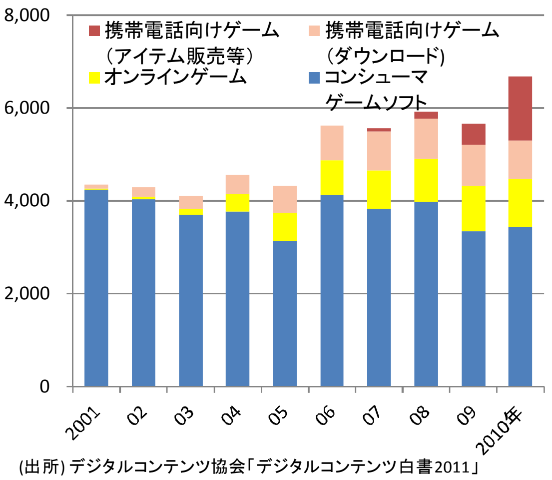
◆ 国内コンシューマゲーム市場は停滞

財団法人デジタルコンテンツ協会の「デジタルコンテンツ白書 2011」によると、2010 年のコンシューマゲームの市場規模は 3,442 億円（前年比 3%増）。この 10 年間のピークは 2001 年の 4,248 億円で、ゲーム機の世代交代やヒット作品の有無等で浮き沈みはあるが、横ばい基調にあったと言えよう。

最近では携帯電話やスマートフォン上の SNS（ソーシャルネットワークサービス）をプラットフォームとして基本使用料無料・アイテム課金のソーシャルゲームの成長が著しく、矢野経済研究所によれば、2011 年度のソーシャルゲームの市場規模は前年比 84%増の 2,570 億円、12 年度は同 33%増の 3,429 億円と、コンシューマゲームに匹敵する規模に至る見込みである。ただ、ソーシャルゲームは同社が得意とする個人で楽しむ RPG やアクションゲーム等とは顧客層を異にする（ゲームファンでなかったライトユーザーを開拓した）とみられる。大手ゲームメーカーがこの成長市場に本格的に取り組んだことも、コンシューマゲームソフトの市場停滞の要因の一つと考えられる。

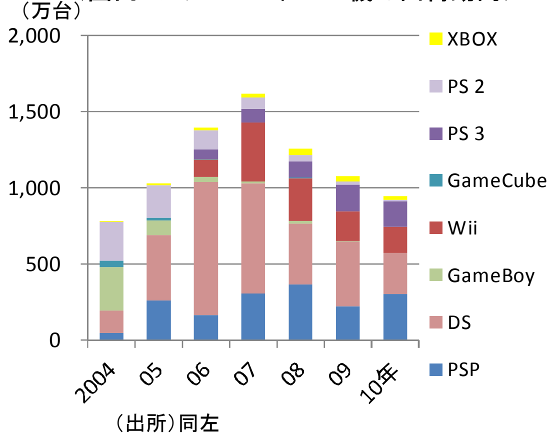
同社が主たるプラットフォームとして選択した PSP は 2010 年に国内で 302 万台（2004 年の発売以来の累計で 1,673 万台）、DS は 269 万台（同 3,260 万台）出荷された（デジタルコンテンツ白書、下右表参照）。これら携帯型ゲーム機は、ライトユーザーを取り込んだ DS と、グラフィクスに拘り PS2 と同等の性能を示す PSP とで色合いが異なるものの、据置型ゲーム機にとって代わる主力コンシューマゲーム用ハードウェアの地位を獲得した観がある（パーソナル用であり、リビングで家族が共有する Wii とは色彩が異なるが）。

＜国内ゲーム関連市場の推移＞



(出所) デジタルコンテンツ協会「デジタルコンテンツ白書2011」

＜国内コンシューマゲーム機の出荷動向＞



（出所）同左

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

規模では見劣りするが、30万本以上のヒット作は大手にしか開発・販売できないという通説の打破が可能な固定ファンが増殖中。

◆ 少数精鋭のスタッフで寡作だが固定ファンを抱える

年間 3,000 億円強の市場で年商約 15 億円の同社は売上高・従業員数でみれば小規模メーカーに分類される。ただ、わが国では年間販売数 100 万本を超えるゲームタイトルは数える程で、50 万本を超えるのも 10 タイトル程度、30～50 万本が 20 タイトル程度、10 万本を超えれば年間販売本数上位 100 に入ると言われる。

代表作「軌跡」シリーズでは、2006 年に発売された PSP「空の軌跡 FC」の初期出荷 5 万本未満から、07 年「空の軌跡 SC（セカンドチャプター）」、08 年「空の軌跡 the 3rd」、10 年「零の軌跡」と着実に当該本数を高め、11 年「碧の軌跡」では同 20 万本超に達した模様。

ハードウェアの高性能化に伴う開発工程・予算の増大、開発費回収のための広告宣伝費増大等を背景に、30 万本超のヒット作は大手メーカーにしか出せなくなってきたと言われる昨今、同社はその域に迫る位置にある。マニアに近いユーザーを抱える同社は、販促戦略次第でさらにステップアップする余地があるとみられる。

＞ ビジネスサイクル

◆ 新作開発期間は 2～3 年、既発売作品のセット販売等にも注力

同社は、新作タイトルの開発に2～3年、派生作品では1～2年掛けて、丁寧な製品を創っている。多くの同業者は、初期出荷（発売日に店頭に並べるべく小売店から受注する本数で同社から代理店への売上が発売日前に計上される）後の追加受注が少なく、開発費の殆どを初期出荷で回収する。同社においては、シリーズ前作のセット販売や中古品対策を兼ねた廉価版発売等の販促策により、初期出荷量の 1～2 割を追加受注することが通例である。

シリーズ物を販売できるため、同社にはヒットに恵まれず赤字転落といったリスクは少ない。また、他社の他プラットフォームへの移植ニーズへの対応、攻略本やグッズ等の販売許諾によるライセンス収入等が発売後数年に亘り発生することも、同様の観点で貢献している。

＞ KPI（業績指標）

◆ 新作投入時期とヒットの成否に左右される

同社は作品毎の販売本数、他のプラットフォームへの移植タイトル数、その販売本数等のデータを開示していない。最近では新作タイトルの発売は決算期末に集中しており、期中において同社の業績や経営戦略の進捗を推し量る指標は少ない。

開発中の新作が期中に発売できるか、そして発売されたタイトルの初期出荷本数がどの程度伸びるか、が業績を大きく左右する。なお、直近では、PSP 向けに「軌跡」シリーズの「那由多の軌跡」を 2012 年 7 月にリリースすると発表。また SCE の新型ハード、PS Vita 向けに「イース」シリーズから「Ys セルセタの樹海」を 2012 年に発売する、とのリリースが出されている（今期中に発売されるとは限らない）。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

経営戦略

＞ 現状の課題と戦略

初期出荷 30 万本超えるために、人材の育成、効率的な広告宣伝展開を進める。

◆ 当面の目標は初期出荷 30 万本を達成するタイトルの制作

同社は今後 1～3 年に、初期出荷 30 万本、累計 50 万本を超えるタイトルを制作・販売することを目標としている。そのために必要な経営課題として、1)人材の採用及び育成、2)スピード経営の実現（新作発売ペースの向上等の業務速度の向上）、3)ブランドの認知度向上やそのための広告・広報活動の強化、を掲げている。

そのための具体的な施策として、業界の老舗として培ってきた制作ノウハウや技術・価値観の継承、人材の確保と育成、ファン層の底辺拡大や開発要員の獲得のために有効と考えられる効率的な広告・広報活動の推進を進める意向である。

同社にとって歴史の浅いコンシューマゲーム市場で、PC 向けゲーム市場で蓄えたコンテンツのシリーズ化によって、タイトルを重ねるごとに出荷本数が上積みされており、新作タイトル「イース 7」が振るわなかった 09/9 期をボトムに、初期出荷本数は拡大基調にある。「碧の軌跡」の成果を受けて、ユーザー、販売店、ライセンシーの評価が格段に上昇したと同社は認識している。

＞ 中長期の課題と戦略

メジャータイトルを持つことができれば、他のプラットフォームへの移植ニーズやテレビアニメ放送等、成長戦略が多様化する。

◆ 中・長期目標は複数のメジャータイトル創出

同社は、中・長期の目標として、初期出荷量 30 万本を超えてメジャータイトルと呼ばれるような作品を早期に創出し、新シリーズとして定着させることを目指している。メジャータイトルを持つことが出来れば、他のゲーム機への移植ニーズが高まり、ライセンス収入が伸長する他、テレビアニメ放送等の展開も見込まれ、収益源が多様化。中期利益成長力も向上しよう。

この他、経営の基本方針として、個々の従業員の創造力を尊重しつつ、それをチームワークによって最大限に高め、オリジナリティ溢れるコンテンツやサービスを創出すること、利益率の向上だけでなく売上高の伸長も目指すこと、PSP 以外のゲーム機やネットワークゲーム等従来手掛けていなかったプラットフォームへの挑戦等を中・長期戦略に掲げている。

ユーザーからの評価を基にする専門各誌・団体からの表彰実績から、同社が進めてきた「丁寧なゲームづくり」は間違っておらず、販売力強化によって大手メーカーの間に割って入るタイトルを創出することは可能と、同社は判断している。

＞ アナリストの戦略評価

◆ 開発人員の増員・育成が不可欠

同社はこれまで、「丁寧な作品づくり」という DNA を継承し、同社のゲームファンの期待を裏切らないタイトルをコンスタントに発売することで、比較的安定・高収益な事業運営を行ってきた。しかし約

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

40 名の開発スタッフのままでは 1 年間に新作タイトル 1 作品の発売が限界であり、ハードウェアの高性能化に対応するならば開発工数の増加・開発期間の長期化を余儀なくされることになろう。

シナリオや楽曲、キャラクターの設定などを重視し、グラフィクスの精細さに依存せずにゲームソフトの魅力を維持してきた同社だが、初期出荷 50 万本から 100 万本への顧客基盤拡大を目指すためには、これまで回避してきたグラフィックデザイン力の向上にも挑戦せざるを得まい。また、トップラインの伸長を目指すならば、新作タイトルを年間複数作品発売し、個々のタイトルのヒット確率を平準化してリスク分散する努力も必要になろう。なお、同社はこれまでライセンス供与先のゲームメーカーに依存してきた（そのために成功確率が低下する懸念があった）オンラインゲームや SNS アプリの開発・運営について研究は進めており、進出を否定するわけではないとしている。

業界では人材獲得合戦になっているが、同社においてもゲームの魅力向上によるファンの増殖、収益安定化のための発売作品数拡大に向けた人材戦略の見直しが急務。M&A の検討も排除すべきではない。

そうした観点から、同社にとって開発要員の拡充は急務である。同社は現在、新卒採用に重点を置いているが、成長戦略を進めるには中途採用や、同業者の M&A 等も検討すべきであろう。そして新規スタッフに同社の DNA をしっかり伝える育成努力が求められる。

◆ 販売力の強化

同社は、ファンと呼べる顧客基盤の底辺拡大のために、次のような販売促進戦略を打っている。1)キャラクターグッズやサウンドトラック CD、ドラマ CD 等を同梱した特典付きパッケージ販売やライブイベント開催、クチコミで購入を決めたユーザー・購入依頼者への特典の付与等。2)各種メディアを通じたイベント企画。具体的にはゲーム専門誌への広告・広報活動をはじめ、インターネット放送のニコニコ動画での番組企画、ツイッター・フェイスブックを通じたファンへの情報提供等。3) コミックや商品情報等を掲載した電子書籍「月刊ファルコムマガジン」の自社企画の発行、ゲームキャラクターをモチーフしたコミックや小説・OVA（Original Video Animation）の企画に対するライセンス供与（制作はライセンシーに依存、同社は出資もしない）。

ヘビーユーザー狙いの販売戦略は妥当だが、成長力を高めるためには、ライトユーザーを振り向かせる戦術も検討すべきであろう。

これらはマニアと呼べるコンシューマゲームのヘビーユーザーを対象にした販売促進策である。同社はかつて幅広く広告出稿を行っていたが、現在は費用対効果を考慮し、ゲーム専門誌やウェブサイト等に出稿媒体を絞り込んでいる模様である。しかし、成長目標を達成するためには、ライトユーザーへのブランド浸透、そのための一般メディアへの広告宣伝、アニメのテレビ放送と当該企画への積極的な関与等を根気強く続ける必要があると考える。また、同社には堅実経営で築いた健全な財務体質と相応のキャッシュがあると考えられる。提携戦略の再考による SNS アプリへのライセンスの積極化も、ブランド強化に役立とう。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

会社の分析・評価

＞ 基礎的分析

固定的なファンを抱えるも、広告宣伝予算が乏しく、消費者一般へのブランド周知は今後の課題。
依拠するプラットフォームの後継機種の劣勢が懸念材料である。

◆ＳＷＯＴ分析

同社のコンソールゲームメーカーとしての競争力を SWOT の観点で検討すれば、以下の通りにまとめられよう。

項目	日本ファルコムの特質・事情
強　み Strength	●丁寧にゲームをつくり込むノウハウがあり、ユーザーの期待を裏切らない（そのためシリーズ物に固定的なファンが存在）。 ●企画から楽曲までの制作工程を全て内製しており、保有する IP を用いたライセンスビジネスができる。
弱　み Weakness	●従業員数は約 50 名、リソース不足で毎年新作は 1 タイトルしかリリースできない。 ●熱烈なファンを抱えるが、広告･販促の予算が不十分なため、ライトユーザーにブランドが浸透していない。
機　会 Opportunity	●PS Vita、PS3 等の新プラットフォームの普及が進むこと（同社は PSP からこれらのプラットフォームに展開予定）。 ●新作品発売の度に販売本数が着実に増加しており、ライセンスによるメディアミックスの展開が加速する可能性がある（テレビアニメに展開する等メジャー作品化を狙う）。
脅　威 Threat	●依拠するプラットフォーム（ゲーム機）が他社との競争で後れを取ること。人材の制約から、現状では自社開発によるマルチプラットフォーム対応は困難である。 ●資金力がある大手メーカーやソーシャルゲーム業者との人材獲得競争や販売競争により、ゲーム業界内で規模の大小による 2 極化が進む懸念がある。

＞ Porter’s 5 forces

ハードウェアの高機能化に十分対応できるのは一握りの大手。同社は性能競争とは一線を画してきた。

＜業界内競争＞ コンシューマゲーム市場には数多の事業者がおり、ヒット作品を生み出すためのゲーム専門誌への売り込み等、競争は激しい。開発要員の拡充については、ソーシャルゲーム業界が競合するため、有望な人材の獲得は困難を極める。ただし、ハードウェアの高機能化に対応する技術力や開発要員、投入すべき広告宣伝費等への要求が高まり、それを負担する力のあるメーカー・開発受託業者の二極分化が進んでいる。小規模ながらこうした要求に適切に対応している同社は稀有な存在である。

＜顧客に対する価格決定力＞ コンシューマゲームの価格には相場感があり、横並びになっている。アマゾン等ボリュームディスカウント可能な販売業者や、中古品販売業者があるが、前者についてはメーカー出荷価格に影響はなく、後者については新作発売後一定期間を置い

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人　証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

て廉価版（ベスト盤）を自ら発売することで影響を回避できる。

＜供給者に対する交渉力＞ 外注に依存しない同社における当該課題は、ライセンシーとの友好的な関係構築を意味する。ここでもやはり業界内にライセンス料率に対する相場感があり、特段同社が劣位に置かれることはない。なお、同社のライセンス部門においては、同業者に対する他のプラットフォームへの移植が最も収益貢献度が高い。当該交渉に際しては、同社が開発余力を高め自社で対応する可能性を示すことで、交渉をより優位に進めることが可能と推察される。

＜新規参入リスク＞ ゲーム事業においては、クリエイティブなセンスがあれば、新規参入の門戸は開かれており、市場活性化のために、開発受託スタジオに対するニーズも高まっている。ただし、ゲーム機の高機能化とそれに伴う開発予算の高騰、複数のプラットフォームの並立によるマルチデバイス展開のための開発要員増員ニーズ等により、パブリッシャー（発売元）の参入障壁は高まっている。同社においては、マルチデバイス展開は他社へのライセンス供与で対応する戦略を取ることで、開発予算の増大・増員要求に対応している。

ゲームソフトメーカーは、プラットフォームベンダーに依存するところが大きく、基本に据えたゲーム機の陳腐化、ユーザー離散で被るダメージは小さくない。

＜代替品のリスク＞ プラットフォームとなる家庭用ゲーム機の世代交代・ハードウェア間におけるシェア獲得競争によって、対応すべき技術習得に伴う開発速度の遅延、ユーザー数の増減による発売タイトルの出荷本数の変化が生じる（残念ながら同社のゲームソフトはハードウェアの販売台数を左右する程の影響力を有していない）。

＞ ESG活動

◆ 社会的責任／環境対応

同社は社会貢献活動について公式には何も語っていない。環境対応について特別な活動は行っていない。

◆ ガバナンス

同社の 4 名の取締役は何れも業務を執行しており、監査役会の設置によりコーポレートガバナンスが機能しているために社外取締役は置いていない。監査役 3 名のうち 2 名は社外監査役（それぞれ税理士、公認会計士）で、業務執行を行う経営陣からの独立性を有している。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

業績動向と今後の見通し

＞ 今期業績

◆ 2012/9 期は減益を予想するが、前期並みの決算となる可能性も

会社側の 2012/9 期業績予想は、売上高 13 億円（前期比 16.8%減）、営業利益 250 百万円（同 53.1%減）、当期純利益 155 百万円（同 51.4%減）。上場来最高売上・利益を達成した前期は、新作タイトル「碧の軌跡」が想定以上にヒットしたこと（初期出荷 20 万本程度、累計約 30 万本）、旧作の販売も好調だったことなどから、今期予想について会社側は保守的に数値を公表している模様である。

固定ファンの存在、前回作品へのユーザーからの高い評価等を根拠に、会社予想は悲観的過ぎると判断。

同社の戦略通り、着実に顧客基盤が拡大し、不具合の発生なく既に公表された通り新作タイトル「那由多の軌跡」が 7 月に発売されれば、会社予想値までの業績の落ち込みは回避されると考えられる。コアユーザーを保有する同社においては、景気動向や他社の動向、ライトユーザー向けのソーシャルゲームの拡大等に左右されず、同社新作タイトルの購入を継続すると考えられる。前作「碧の軌跡」がユーザーの好評を得て日本ゲーム大賞、ファミ通 AWARD 等で表彰されたことから、この判断は不当ではあるまい。また同社は PS Vita 向けの新作タイトル「イース セルセタの樹海」を開発中で、12 年中に発売すると公表しているが、当該タイトルについては、当該ゲーム機の販売拡大が難航している模様であるため、強いて今期中に発売することは見合わせる可能性が高いと判断する。

担当アナリストの予想は、売上高 1,450 百万円（前期比 7.2%減）、営業利益 430 百万円（同 19.3%減）、当期純利益 250 百万円（同 21.4 減）。新作タイトルの初期出荷が不調に終わるとは考えないが、創業 30 周年であった前期は、ユーザーに同社の実力以上の盛り上がりがあった可能性は否定できず、慎重に予想した。また、広告宣伝や研究開発投資について、将来の成長のための先行投資が始まると想定し、固定費が 3%程度伸長すると見込んだ。（次頁表参照）。

＞ 来期以降の業績

◆ 新作タイトルのヒット予測は困難だが、顧客基盤拡大を見込む

13/9 期の業績は、売上高 15 億円（前期比 3.4%増）、営業利益 450 百万円（同 4.7%増）、当期純利益 260 百万円（同 4.0%増）と予想する。

開発要員の拡充は急務であるが、ソーシャルアプリも含めたゲームソフト業界内の人材獲得競争が熾烈であるため、同社が急速に陣容を拡大することは困難であると考える。従って、同社の発売タイトル数も従来通り、本格的な新作タイトル 1 作品、派生タイトル 1 作品程度に止まろう。製品売上高の伸びは、同社ファン層の底辺拡大に起因すると判断。新作タイトルのヒットの成否は予測困難だが、30 周年記念の反動が一巡し、着実な販売増を見込む。コスト面では、スタッフ流出を回避するための人件費増、新規ハードウェアへの対応やゲームシステムの研究開発への投資、広告宣伝･販売促進費の増加を想定した。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

14/9 期の業績は、売上高 1,570 百万円（前期比 4.7%増）、営業利益 480 百万円（同 6.7%増）、当期純利益 280 百万円（同 6.7%増）を予想。15/9 期は、売上高 1,700 百万円（同 8.3%増）、営業利益 540 百万円（同 12.5%増）、当期純利益 310 百万円（同 10.7%増）と予想した。

PSP から PS Vita への移行の進展、同業者の新ゲーム機への対応一巡等から、製品販売、ライセンス供与共に期を追って伸長すると想定した。

＜業績予想モデル＞ （単位：百万円）

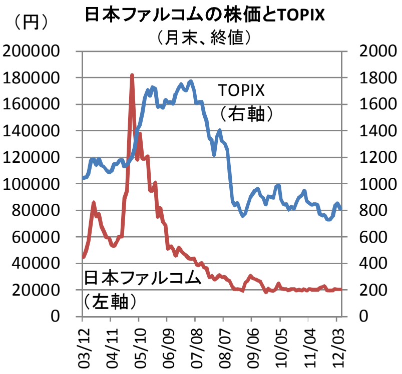
決算期	2007/9	2008/9	2009/9	2010/9	2011/9	2012/9E	2013/9E	2014/9E	2015/9E
売上高	1,425	1,104	1,107	1,214	1,563	1,450	1,500	1,570	1,700
（前年同期比）	32.4%	-22.5%	0.3%	9.7%	28.7%	-7.2%	3.4%	4.7%	8.3%
製品売上高	1,250	896	952	1,079	1,400	1,300	1,340	1,400	1,500
（前年同期比）	41.6%	-28.4%	6.4%	13.3%	29.9%	-7.1%	3.1%	4.5%	7.1%
ロイヤリティー収入	175	209	154	137	162	150	160	170	200
（前年同期比）	-9.7%	19.2%	-25.8%	-11.0%	19.1%	-7.4%	6.7%	6.3%	17.6%
売上総利益	1,222	803	795	857	1,129	1,053	1,090	1,142	1,240
（前年同期比）	31.8%	-34.3%	-1.0%	7.9%	31.7%	-6.7%	3.5%	4.8%	8.6%
（対売上高比）	85.8%	72.7%	71.8%	70.6%	72.3%	72.6%	72.7%	72.7%	72.9%
販売費及び一般管理費	786	618	728	570	596	623	*640*	*662*	*700*
（前年同期比）	1.8%	-21.4%	17.7%	-21.7%	4.6%	4.5%	2.7%	3.5%	5.7%
（対売上高比）	55.2%	56.0%	65.7%	46.9%	38.1%	43.0%	42.6%	42.2%	41.2%
うち人件費	97	93	96	90	97	103	108	120	135
うち広告宣伝費（含販促費	289	141	231	73	105	115	120	125	130
うち研究開発費	289	297	308	307	303	315	320	325	340
営業利益	435	184	66	287	533	430	450	*480*	*540*
（前年同期比）	180.5%	-57.7%	-63.7%	329.5%	85.6%	-19.3%	4.7%	6.7%	12.5%
（対売上高比）	30.6%	16.7%	6.0%	23.7%	34.1%	29.7%	30.0%	30.6%	31.8%
営業外収益	2	3	2	1	1	1	*1*	*1*	*1*
営業外費用	0	0	0	0	0	1	*1*	*1*	*1*
経常利益	438	187	69	289	534	430	450	480	540
（前年同期比）	182.1%	-57.3%	-63.1%	318.4%	85.2%	-19.5%	4.7%	6.7%	12.5%
（対売上高比）	30.8%	17.0%	6.2%	23.8%	34.2%	29.7%	30.0%	30.6%	31.8%
当期純利益	271	101	25	159	318	250	260	280	310
（前年同期比）	175.0%	-62.8%	-74.8%	527.3%	99.7%	-21.4%	4.0%	7.7%	10.7%
従業員数	50	50	51	48	45	47	48	51	55

（出所）同社有価証券報告書、予想は担当アナリスト。

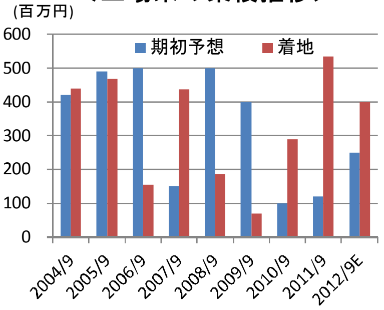
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

投資判断

＞ 上場来パフォーマンス



＜上場来の業績推移＞



(出所)同社決算短信、12/9期着地予想は当センター作成。

◆ 上場来パフォーマンスは**-12.5%**

2003 年 12 月に初値 70 万円、04 年 5 月の 1→2 株、05 年 8 月の 1→5 株の株式分割を考慮すると 7 万円で上場した同社の株価は、2005 年 4 月以降急騰し、同年 7 月に 24 万 5 千円（分割修正後）に達した。当時同社が手掛けていなかったコンシューマゲームへの移植を目的とした国内大手ゲームメーカーへのライセンス供与や、やはりライセンス供与による携帯電話向けダウンロードゲーム、韓国及び国内でのオンラインゲームへの展開等に対する期待と、株式分割の実施が要因と考えられる。

しかし国内オンラインゲームの開発遅延（同年 11 月発表）、ライブドア・ショックによる株式市場の混乱(06 年初め)、そして 06/9 期業績予想の下方修正（同年 9 月）等、ネガティブな話題が相次ぎ、同社の株価は急落。07/9 期に急回復した業績は 08/9 期、09/9 期と再び低迷し、株価も軟調に推移した。

創業 30 周年を迎えた 11/9 期は、新作タイトルの初期出荷が好調であったこと、過去のタイトルの復刻版等も売り上げを伸ばしたこと、等から大幅増益で過去最高益を更新する見通しとの上方修正が 9 月に開示され、株価は久方ぶりに急騰した。しかし決算発表時に、次期予想を 2 桁減益としたため、株価は反落した。

このような経緯を辿った結果、同社株式の上場来パフォーマンスは-12.5%となっている。

＞ 株主還元

◆ 当面は事業投資にキャッシュが必要

同社は株主への利益配分の基本方針について、将来の事業展開と経営基盤の強化のために内部留保資金を確保しつつ、経営成績を考慮した適切な配当を行う、としている。財務比率は良好ながら、売上高、人員共に同業者に比べ小規模に止まる同社は、当面年間 600 円の 1 株当たり配当を安定的に実施する意向である。

＞ 株価バリュエーション

◆ 同業者との比較で株価に割安感がある

コンシューマゲームを開発・販売する同業他社と比べた株価バリュエーションを次頁表に示す。

業績変動リスクが大きいゲーム業界にあって、上場後に成長トレンドに乗りきれなかった同社であるが、固定的なファンを有し、赤字転落もなく手堅い経営でキャッシュを積み上げてきた結果、財務内容は良好である。また自社開発・販売のフルラインメーカーである同社は、開発受託のトーセやエイティング等に比べ、ライセンス部門の貢献がある分収益性が高い。

そのような同社の実績 PBR は約 1 倍、過去最高益を達成した前期実

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

績ベースの PER は 7.1 倍、保守的な公表計画（減収・減益予想）の今期予想 PER で 13.5 倍、担当アナリスト予想で算出すると 8.3 倍になる。これは同業者に比べ割安と考えられる。

＞ 今後の株価見通し

◆予想 PER は 14～17 倍程度が妥当と判断

コンスタントに毎期新作タイトルを少なくとも 1 作品発売してきた同社の業績は、当該タイトルの初期出荷の動向により、業績変動を伴いつつも、小売店の初期受注を拡大させつつある。近年では大型タイトルとバッティングせず、また作品の精度向上に十分に時間をかける傾向も反映して、新作発売が第 4 四半期、特に期末の 9 月に集中してきた。当該事業の成功が確認されれば、株価も見直されることになろう。

そこで以下の前提に基づき、2～3 年後における同社の適正株価は 38,100～42,900 円と担当アナリストは判断する。

1） 適正株価を算定する根拠となる妥当な予想 PER は、東証 2 部上場銘柄平均の 15 倍から、比較対象会社 3 社（今期赤字転落予想のエイティングを除く）平均の 17 倍程度とする。

2） 同社の収益は前述の通り、今期は減収減益のリスクがあるが、中・長期的にはファン層の拡大が見込まれる。

3） PS Vita のハード販売の不振、ソフト開発計画の停滞等の報道があるが、家庭用ゲーム機の世代交代は緩やかに進展すると想定。同社のゲームソフト販売にゲーム機の市場混乱は大きく影響しないと判断。

＜類似会社との株価バリュエーション比較＞

銘　柄		日本ファルコム	日本一ソフトウェア	エイティング	トーセ	カプコン
証券コード		3723	3851	3785	4728	9697
決算月		9月	3月	9月	8月	3月
売上高	百万円	1,450	2,246	2,371	5,746	86,000
（営業利益率）	%	29.7	13.5	1.3	5.9	14.1
当期純利益	百万円	250	203	-282	196	7,000
純資産	百万円	1,930	960	1,613	5,045	58,007
ROE	%	16.5	26.7	5.8	3.7	13.8
予想PER	倍	8.3	9.9	－	22.2	18.0
実績PBR	倍	1.08	2.07	1.60	0.82	1.90
予想配当利回り	%	2.5	0.2	2.0	4.5	2.1
過去3年成長率	%	9.4	2.7	10.0	-2.0	-2.2
〃　営業利益	%	-3.2	22.2	-55.3	-10.2	-6.1
株価 (4月20日)	円	20,300	94,400	49,700	560	1,863
時価総額	百万円	2,087	2,018	2,745	4,347	126,168

(注1)日本ファルコムの業績予想は担当アナリスト。他社は会社予想。過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。
(注2)純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは予想値を基に、レポート作成時の株価を用いて算出。時価総額は自己株式を含む。
(出所)各社決算短信等に基づき作成。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本（＝隠れた強み）を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER（Price Earnings Ratio）

株価を１株当たり当期純利益で除したもので、株価が１株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR（Price Book Value）

株価を１株当たり純資産で除したもので、株価が１株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

１株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ（標準偏差）

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β（ベータ）値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばＴＯＰＩＸ)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値（β値）が１であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、１より大きければ市場指数より値動きが大きく、１より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会（Opportunity)、脅威（Threat）の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI（Key Performance Indicator）

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標（ものさし）のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株) ICMG の知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。

・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。

・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。

・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。